

## La meta de inflación como esquema monetario\*

Chuecos, Alicia \*\*

### Resumen

El objetivo de este documento es presentar una descripción general sobre este esquema monetario, específicamente lo relacionado con su definición, condiciones iniciales, ventajas y desventajas, haciendo una evaluación al respecto. Para ello, se hace una revisión bibliográfica sobre los aspectos teóricos de la meta de inflación y se analizan distintos estudios de su aplicación en economías desarrolladas, emergentes y en transición, a fin de obtener algunas evidencias que permitan respaldar tanto la importancia de cumplir con las condiciones iniciales como las ventajas de adoptarla como esquema monetario. Respecto a las desventajas, dadas las lecciones surgidas en esas economías, se propondrán algunas recomendaciones con el fin de adecuar de la mejor manera posible la política monetaria.

**Palabras clave:** Meta de inflación, esquemas monetarios, política monetaria.

### *Inflation Targeting as a Monetary Pattern*

#### Abstract

This paper aims at presenting a general description of inflation targeting, particularly related to its definition, first conditions, advantages and disadvantages, through a resultant assessment. A bibliographical review of the theoretical aspects of inflation targeting and an analysis of the different studies of application in countries with developed, emergent and transitional economies is performed, in order to obtain evidence that may support not only the importance of fulfilling the initial conditions, but also the advantages of adopting this monetary strategy. As for the disadvantages, due to events occurred in those economies, some recommendations are proposed in order to adjust the monetary policy in the best possible way.

**Key words:** Inflation targeting, monetary patterns, monetary policy.

\* Esta investigación contó con el financiamiento del Consejo de Desarrollo Científico, Humanístico y Tecnológico (CDCHT) de la Universidad de Los Andes bajo el código E-227-04-09-C. La autora agradece el apoyo recibido por esta Institución. **Clasificación JEL:** E52, E58.

\*\* Profesora del Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales de la Universidad de Los Andes, Mérida, Venezuela, e Investigadora del Grupo de Integración Regional (GRUDIR).  
E-mail: cgalicia@ula.ve .

## **Introducción**

Todo banco central cuenta con tres alternativas para estabilizar precios (los llamados esquemas o regímenes monetarios): ancla cambiaria (donde el tipo de cambio es el ancla nominal), ancla de agregados monetarios o meta monetaria (donde el agregado monetario actúa como el ancla nominal) y ancla de metas de inflación (donde el ancla nominal es el anuncio público de la propia meta de inflación). El establecimiento de un tipo de cambio fijo en cualquiera de sus vertientes, incluyendo las fijaciones duras (1), proporciona un ancla para el nivel de precios puesto que permite atar los precios de los bienes transables a aquéllos de los del país al cual se ancla (esto se observa a través de la paridad del poder de compra). Asimismo, atenúa o hasta puede eliminar el componente inercial de inflación que va a salarios y precios de bienes no transables, y hace que la expectativas inflacionarias converjan hacia aquéllas prevalecientes en el país al cual se ancla. La meta monetaria provee de un ancla para el nivel de precios, siempre y cuando la demanda de dinero sea estable (esto se observa a través de la teoría cuantitativa del dinero). Bajo la estrategia de la meta de inflación, el banco central orienta su política monetaria con el fin de alcanzar un objetivo de inflación preestablecido. Si la inflación proyectada (2) se desvía de la inflación objetivo, el banco central aplica una política monetaria de tal manera que la inflación retorne a ese objetivo. Si el banco central tiene éxito en el logro de la estabilidad de precios, ganará credibilidad y con ello podrá anclar las expectativas inflacionarias al objetivo que haya fijado, mitigando de esta manera la inercia inflacionaria.

Las dos últimas anclas nominales, a diferencia del ancla cambiaria, permiten la aplicación de una política monetaria efectiva con

el fin de enfrentar *shocks* que afecten a la economía interna, y también reducen la probabilidad de sufrir ataques especulativos, los cuales pueden generar una crisis financiera (3). Desde 1990 se observa un cambio en la estrategia de la política monetaria de varios bancos centrales que utilizaban la meta monetaria, sustituyéndola por la meta de inflación, debido principalmente a la débil relación entre el dinero y la inflación que impide anclar las expectativas inflacionarias. La evidencia muestra que la meta de inflación ha sido exitosa en los países que la han establecido gracias a que no sólo la redujo significativamente, sino que la ha mantenido baja, al igual que ha disminuido las expectativas inflacionarias (Corbo, Landerretche y Schmidt-Hebbel, 2002; Corbo y Schmidt-Hebbel, 2001; Debelle, 1997; Mishkin, 1999, 2002a, 2002b). Incluso estas economías han sido capaces de reducirla por debajo de los niveles que hubieran logrado en ausencia de la misma (Mishkin, 1999, 2002a, 2002b; Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2002). Asimismo, en general, los bancos centrales de los países con meta de inflación han logrado la estabilidad de precios sin perjudicar el crecimiento económico y han promovido la estabilidad macroeconómica (Corbo y Schmidt-Hebbel, 2001; Mishkin, 2002a, 2002b, 2004; Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2002).

La meta de inflación se ha establecido en varios países industrializados: Nueva Zelanda (1989), Canadá (1991), Israel (1992), Reino Unido (1992), Australia (1993), Suecia (1993), Suiza (2000) y Noruega (2001) (4); en algunos países emergentes: Chile (1991), Perú (1994), Korea (1998), Brasil (1999), Colombia (1999), México (1999), Sudáfrica (2000) y Tailandia (2000), y en algunos países en transición: República Checa (1997), Polonia (1998) y Hungría (2001). En Venezuela, el Banco Central dio señales de su implementa-

ción. A raíz de la eliminación del sistema de bandas cambiarias a mediados de febrero de 2002, la institución adoptó un nuevo esquema monetario denominado estrategia monetaria flexible, el cual consistió en una combinación de la meta de agregados monetarios y la meta de inflación (5).

El objetivo de este documento es presentar una descripción general sobre la meta de inflación, específicamente lo relacionado con su definición, condiciones iniciales, ventajas y desventajas, haciendo una evaluación al respecto. Para ello se hace una revisión bibliográfica sobre los aspectos teóricos y sobre los estudios de casos para las economías desarrolladas, emergentes y en transición que han aplicado este esquema monetario, a fin de obtener algunas evidencias que permitan respaldar tanto la importancia de cumplir con las condiciones iniciales como las ventajas de adoptarlo. Respecto a las desventajas, dadas las lecciones surgidas en esas economías se proponen algunas recomendaciones con el objeto de adecuar de la mejor manera posible la política monetaria. Este estudio se hace en vista de que se trata de un tópico reciente que está recibiendo cada vez mayor tratamiento en la literatura.

En la primera parte, se define la meta de inflación como estrategia monetaria. En la segunda parte, se detallan las condiciones iniciales o prerequisites que debe cumplir una economía con el fin de lograr una meta de inflación exitosa. En la tercera parte, se examinan sus ventajas y desventajas. En la cuarta parte, se presentan algunos hechos estilizados relacionados con los logros alcanzados y sus limitaciones. Finalmente, en la quinta parte, se presenta la conclusión.

## 1. Definición

La meta de inflación va mucho más allá del simple anuncio público de una meta numé-

rica para la inflación de mediano plazo. Este esquema monetario comprende adicionalmente otros cuatro elementos (Mishkin, 1999, 2000, 2002a, 2002b; Mishkin y Savastano, 2001): i) un compromiso institucional de mantener la estabilidad de precios como objetivo principal de la política monetaria, quedando subordinados otros objetivos; ii) la utilización de una amplia gama de variables (no sólo los agregados monetarios o el tipo de cambio nominal) que permitan decidir la adecuada ejecución de la política monetaria; iii) la transparencia de la política monetaria mediante la comunicación con el público y el mercado sobre los planes, objetivos y decisiones de la autoridad monetaria, y iv) la *accountability* o rendición de cuentas del banco central; es decir, la existencia de mecanismos que hagan al banco central responsable de alcanzar su objetivo inflacionario. La estabilidad de precios como objetivo principal de la política monetaria es la característica que diferencia principalmente el esquema de la meta de inflación de aquél en que el banco central simplemente anuncia una proyección para la inflación que probablemente alcanzará; es decir, en esta última situación, el banco central no está obligado a ajustar su política para asegurar que esa inflación proyectada se cumpla.

## 2. Condiciones iniciales

Con el fin de lograr y mantener baja y estable la inflación mediante la aplicación del esquema de la meta de inflación, es necesario cumplir con algunas condiciones iniciales o prerequisites, los cuales surgen de la experiencia de los países que han establecido este régimen monetario. Como lo señalan Carare y otros (2002), Sterne (2002) y Mishkin y Schmidt-Hebbel (2002) las condiciones no son rigurosas; es decir, no tienen por qué cum-

plirse totalmente antes del establecimiento de la meta de inflación. Los primeros países que adoptaron la meta de inflación lo hicieron sin seguir unas reglas predeterminadas y la política monetaria fue un proceso de aprendizaje. Sin embargo, en la medida en que se vayan adoptando ciertas normas antes de implementar esa estrategia, el banco central ganará mayor credibilidad y reputación y con ello tendrá el camino más fácil para lograr la estabilidad de precios, gracias a los efectos sobre las expectativas inflacionarias.

Las condiciones iniciales son las siguientes (6):

i) El banco central debe mantener como objetivo principal la estabilidad de precios y un fuerte compromiso institucional de cumplir con dicho objetivo. Si previamente un banco central no demuestra su interés principal en la inflación, el costo de obtener credibilidad, una vez que se establezca la meta de inflación, será muy alto. Este prerrequisito no implica que debe estar estipulado en la ley del banco central; lo importante es que la institución efectivamente se comprometa y tenga apoyo político y del público en general. Esta condición es particularmente importante para las economías emergentes y en transición, debido al mal manejo de su política monetaria y a los múltiples objetivos que han querido perseguir sus bancos centrales.

Este prerrequisito no significa necesariamente que la estabilidad de precios sea el único objetivo, ya que una atención excesiva en la inflación puede conllevar fluctuaciones excesivas de la producción. El banco central puede perseguir objetivos adicionales tales como estabilidad cambiaria y crecimiento, que representan objetivos de estabilización; no obstante, deben quedar subordinados al de la estabilidad de precios, ya que pueden llegar a ser incompatibles con el logro de este último

y pueden amenazar por tanto la meta de inflación establecida. Por ejemplo, una política monetaria expansiva puede mejorar el crecimiento y la competitividad de un país, pero si ya la inflación está cercana al límite superior del intervalo, puede significar una seria amenaza a la inflación, perjudicando la credibilidad del banco central. Una política contractiva puede enfriar la economía cuando está sobrecalentada y apreciar la moneda local, factores que a su vez pueden ayudar a reducir la inflación, pero si ésta se encuentra en el límite inferior también puede representar una amenaza en la medida en que podría conllevar un proceso deflacionario y con ello afectar igualmente la credibilidad del banco central.

Respecto al tipo de cambio, hay que entender que este objetivo es especialmente importante para economías pequeñas y abiertas, economías emergentes y en transición, y en economías donde existe un alto grado de dolarización, dado su efecto sobre inflación, competitividad, cuenta corriente y sistema financiero. Sin embargo, el banco central debe responder con moderación e incrementar la transparencia, de tal forma de evitar que se convierta en el ancla del sistema en reemplazo de la meta de inflación. Además, debe reconocer la razón de la perturbación del tipo de cambio nominal para evitar responder con una política monetaria errónea que pueda perjudicar el crecimiento. En particular, si una depreciación proviene de un *shock* real, por ejemplo una perturbación adversa sobre los términos de intercambio, la tasa de interés debe bajar; mientras que si la razón es por ajustes de cartera, la tasa de interés debe subir.

Entre los países avanzados que fijaron la estabilidad de precios como objetivo único o como objetivo principal bajo ley se encuentra Nueva Zelanda (Mishkin, 2002a). Sin embargo, el Banco de la Reserva de Nueva Ze-

landia estuvo interesado por un tiempo en las fluctuaciones del tipo de cambio. Una consecuencia desfavorable de ello se produjo cuando el Banco de la Reserva decidió aumentar la tasa de interés en respuesta al aumento del tipo de cambio generado a raíz de la crisis asiática de 1997, ya que condujo a agravar aún más la recesión (igual ocurrió en Chile, donde el banco central respondió de la misma manera). La razón del aumento del tipo de cambio fue un factor real tal como la reducción de los términos de intercambio; en ese caso, lo más recomendable era disminuir la tasa de interés, ya que un *shock* negativo de los términos de intercambio reduce la demanda agregada y es probable que genere deflación. En cambio, el Banco de la Reserva de Australia ha permitido que el tipo de cambio flote sin interferencia, particularmente si la causa de la perturbación no es del tipo real. En consecuencia, la política monetaria tuvo un buen desempeño en respuesta a la crisis asiática, ya que reconoció que se trataba de una reducción de los términos de intercambio y decidió disminuir la tasa de interés. En Australia no hubo consecuencias adversas sobre la inflación, a pesar de la depreciación del dólar australiano, y el crecimiento se mantuvo relativamente fuerte (Mishkin, 2002a). Dada la experiencia que le dejó la crisis asiática, el Banco de la República de Nueva Zelandia se ha concentrado menos en el tipo de cambio. Países como Canadá, Reino Unido y Suiza no estipulan en la ley de sus bancos centrales el control de la inflación como objetivo principal, pero tienen un fuerte compromiso de expresarlo públicamente (Bernanke y Mishkin, 1997).

Entre los países emergentes y en transición que decretaron la estabilidad de precios como objetivo principal en las leyes de sus bancos centrales se encuentran Chile, Hungría, Korea, México, Perú, Polonia y Repúbli-

ca Checa (Debelle, 2001; Jonas y Mishkin, 2003; Mishkin, 2000; Mishkin y Savastano, 2002). En la ley del Banco Central de Chile se dice, además, que otro objetivo que debe perseguir es el de asegurar el equilibrio de los pagos internos y externos. De allí que se mantuvo una banda cambiaria al inicio de la estrategia, igual sucedió en Israel (7); sin embargo, dejó claro que cuando la inflación y la banda cambiaria entraran en conflicto, la atención principal sería sobre la estabilidad de precios. En Hungría, al igual que en Chile e Israel, el inicio de la meta de inflación estuvo a la par de la existencia de una banda cambiaria, pero a diferencia de esas economías, la política monetaria no fue transparente, lo que provocó que el mercado asumiera que el banco central daría prioridad al tipo de cambio en lugar de la inflación, aumentando con ello las expectativas inflacionarias (Mishkin, 2004).

Para el caso de Venezuela, Chuecos (2005) estimó una función de reacción para el Banco Central del país durante el período 1989-2002 y encontró que la estabilidad de precios no ha sido su objetivo principal (específicamente observó que fue el segundo). Adicionalmente, determinó una baja sensibilidad de la tasa de interés en respuesta a la inflación; en particular, el coeficiente de la inflación respecto a la tasa de interés fue inferior a la unidad.

ii) Autonomía del banco central. Esta condición debe contener tres características principales: i) el banco central debe tener control total en la instrumentación de la política monetaria, ii) el directorio no debe estar conformado mayoritariamente por funcionarios del gobierno y iii) el banco central no debe financiar déficits fiscales. Este prerrequisito permite que la institución sea más efectiva al estar aislada de presiones políticas de corto plazo; es decir, permite que el banco central adopte una visión de mayor plazo con lo cual evita las pre-

siones que conducen a que la política caiga en la incongruencia temporal. Al igual que para la condición anterior, lo escrito en ley es menos importante que la cultura política y la historia del país; es decir, si no existe apoyo político y del público en general, la independencia bajo ley no será suficiente para asegurar que la política monetaria se oriente hacia el control de la inflación. La exigencia de la autonomía se hace imprescindible, principalmente en aquellas economías cuyos bancos centrales tienen una escasa credibilidad, historial de frecuentes intervenciones del gobierno en la política monetaria y han sido muy vulnerables a la monetización del déficit fiscal.

Nueva Zelandia fijó la autonomía del Banco de la Reserva bajo ley previamente al establecimiento de la meta de inflación como estrategia monetaria (Mishkin, 2002a). En cambio, antes de 1997, el Banco de Inglaterra no tenía autoridad legal sobre la definición de la política monetaria y sólo podía dar recomendaciones (8) (Mishkin, 2002a). El ministro de Hacienda era quien controlaba los instrumentos de la política monetaria y de hecho éste fue quien fijó inicialmente la meta. Sin embargo, esta característica no fue en desmedro del éxito de la meta de inflación en el Reino Unido. Primero, porque previamente a la implementación del esquema, la inflación estaba reduciéndose, indicando la existencia de una historia antiinflacionaria y, segundo, luego de su establecimiento y antes de 1997, el Banco de Inglaterra se propuso refinar su comunicación con el público, incrementar la transparencia y fortalecer la rendición de cuentas de la política monetaria. Ya en 1997, el ministro de Hacienda anunció que, en adelante, el Banco de Inglaterra tendría la responsabilidad de determinar la tasa de interés y de intervenir en el mercado cambiario. El Banco de Canadá legalmente aún no tiene autonomía

debido a que el gobierno es quien toma la última decisión sobre la conducción de la política monetaria, pero en la práctica es fuertemente independiente (Mishkin, 2004).

Respecto a las economías emergentes y en transición, Chile, Colombia, Hungría, Perú, Polonia y República Checa modificaron la ley del banco central antes de establecer la meta de inflación con el fin de otorgarle independencia (Jonas y Mishkin, 2003; Mishkin y Savastano, 2002), mientras que el Banco Central de Brasil no era autónomo (9); sin embargo, la falta de autonomía quedó compensada por la fuerte comunicación que mantuvo con el público a través de los informes sobre los reportes de inflación y su proyección y la alta transparencia (Mishkin, 2004). Otro banco central que no fijó la autonomía previamente fue el de Tailandia (Carare y otros, 2002).

iii) Rendición de cuentas del banco central. Esta condición puede ayudar a reducir la posibilidad de que el banco central caiga en el problema de la inconsistencia temporal; es decir, puede evitar la aplicación de una política monetaria expansiva para aumentar la producción y el empleo en el corto plazo cuando la economía mantiene una inflación baja. Por tanto, esta condición también ayuda a alejar la política monetaria de las presiones políticas. La rendición de cuentas se hace imprescindible debido a que los rezagos de la política monetaria dificultan al público el monitoreo de su conducción, evitando anclar las expectativas inflacionarias.

El Banco Central que enfrenta la mayor exigencia en cuanto a rendición de cuentas es el de Nueva Zelandia. La ley neozelandesa estipula que el Gobernador del Banco de la Reserva debe rendir cuentas exactas por el éxito de la política monetaria. Si los objetivos previstos no se satisfacen, puede ser destituido (Mishkin, 2002a).

iv) Transparencia en la conducción de la política monetaria. Esta condición hace que el banco central se sienta altamente responsable con el público y el mercado, lo cual tiene como consecuencia una mejora en su credibilidad y una reducción de la incertidumbre sobre sus preferencias, ocasionando a su vez menores expectativas sobre la inflación. Además, en aquellos bancos centrales donde la rendición de cuentas no es tan formal, como en el caso de Australia, Canadá y Reino Unido, la mayor transparencia ha provocado indirectamente la necesidad de instrumentarla.

Por muchos años, los bancos centrales ejercieron su rol como autoridad monetaria bajo el más absoluto secreto, con el objeto de guardar siempre la opción de sorprender al mercado con sus decisiones y hacerlas más efectivas; sin embargo, el advenimiento de la autonomía de estas entidades en la década de los años noventa exigió la apertura de sus objetivos y procedimientos a la opinión pública. La implementación creciente de los esquemas de metas de inflación hizo además que la transparencia fuera apreciada como una herramienta para aumentar la eficacia de esta forma de conducir la política monetaria, ya que los mercados necesitan saber cómo se consigue la meta de inflación y no ser sorprendidos por el banco central.

v) Frecuente comunicación con el público en general, con los participantes en los mercados financieros y con los políticos sobre el desempeño pasado y futuro de la inflación y de la política monetaria mediante los discursos y la publicación de los reportes de inflación (10). Específicamente, el banco central debe: i) anunciar los valores numéricos de la meta de inflación y explicar cómo fueron determinados, ii) explicar cómo va a ser alcanzada la meta, iii) explicar las razones de las desviaciones con respecto a la meta de inflación y

los objetivos y iv) explicar las limitaciones que enfrenta la política monetaria. No obstante, la comunicación debe ser simple y entendible. En este sentido, un banco central que, en su afán de transparencia, hace explícita su regla de acción ante distintas circunstancias o que no sólo proyecta la inflación y el crecimiento en un horizonte futuro, sino que también señala la trayectoria de la tasa de interés de la política monetaria, puede terminar confundiendo al mercado. La condición de comunicación frecuente con el público no sólo fortalece la transparencia y la rendición de cuentas del banco central, sino que también reduce la incertidumbre sobre la inflación y la tasa de interés, permitiendo la aplicación de una política monetaria expansiva con el fin de enfrentar *shocks* negativos sin afectar las expectativas inflacionarias.

Uno de los informes de inflación de mayor éxito en transmitir los mensajes del banco central al público es el del Banco de Inglaterra (Mishkin, 2002a), el cual se publica trimestralmente y ha sido ampliamente emulado por otros países que han adoptado la meta de inflación. En efecto, el éxito de este esquema monetario en el Reino Unido puede atribuirse a que el Banco de Inglaterra se concentró desde el inicio en la comunicación y la transparencia. Por su parte, el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia lleva a cabo un intenso programa de conferencias con el fin de explicar la conducción de la política monetaria a todos los sectores de la sociedad.

vi) Ausencia de dominancia fiscal. Esta condición implica que: i) el banco central no debe financiar los déficits fiscales, ii) el señoríaje debe dejar de ser la principal fuente de ingresos públicos y iii) el gobierno no debe ejercer presión sobre el banco central cuando pretende que baje la tasa de interés con el fin de reducir los costos del servicio de la deuda pú-

blica interna. Este prerrequisito evita que la meta de inflación sea inefectiva, ya que los grandes déficits fiscales tendrán que ser monetizados o licuados (producto de una gran devaluación), trayendo como consecuencia una mayor inflación. Esta condición es importante para economías emergentes y en transición, debido a su historia de políticas fiscales irresponsables y donde los ingresos públicos provienen principalmente del señoriaje.

Chile, Israel, México y Sudáfrica pusieron en práctica el objetivo de llevar una política fiscal sana desde antes de la implementación de la meta de inflación (Carare y otros, 2002; Mishkin, 2000). En cambio, Brasil no llevó a cabo una reforma fiscal previa a la aplicación del esquema; sin embargo, gradualmente fue dando pasos para mejorar sus desbalances fiscales. En los casos de Hungría, Polonia y República Checa, los altos costos de la transformación económica han elevado sus déficits fiscales, aunque esto no ha ido en desmedro del éxito de la meta de inflación puesto que, por un lado, no han sido monetizados y, por el otro, el mercado los ha entendido como temporales (Jonas y Mishkin, 2003).

vii) Sistema financiero sano. Esta condición es imprescindible para los mercados emergentes y en transición, debido a que una crisis financiera puede conllevar una mayor inflación producto de una salida de capitales que puede generar una fuerte depreciación, impidiendo de esta manera que la meta de inflación sea el ancla del sistema. Asimismo, este prerrequisito hace que el banco central fije menos su atención en defender la moneda local, principalmente en aquellas economías donde el tipo de cambio afecta la inflación, competitividad, cuenta corriente y sistema financiero. También sería recomendable que el sistema financiero estuviera bien desarrolla-

do, de tal manera de ser un mecanismo efectivo de transmisión de la política monetaria.

De los países emergentes y en transición, Chile es el que más se ha preocupado por mantener un sano sistema financiero, al haber adoptado normas de supervisión y regulación bancaria comparables con los estándares de los países desarrollados (Mishkin, 2000; Mishkin y Savastano, 2002). A raíz de la crisis bancaria de 1994-96, Brasil también implementó reformas orientadas a fortalecer el sistema bancario (Mishkin, 2004).

El cumplimiento de esta condición se hace más necesario en aquellas economías altamente dolarizadas, ya que son más propensas a tener inestabilidad financiera. Dado que en este tipo de economía los balances contables de las familias y empresas muestran deudas de largo plazo denominadas en dólares y debido a que la meta de inflación requiere de flexibilidad cambiaria, una fuerte depreciación puede producir un gran deterioro en los balances y aumentar el riesgo de crisis financiera. No obstante, en el caso de Perú, el alto grado de dolarización (más del 70% de los depósitos y préstamos bancarios están denominados en dólares y además el dólar circula libremente y es ampliamente aceptado como medio de pago) no parece haber representado un serio problema. Por ejemplo, a pesar de que la crisis del Tequila en 1994 y la crisis rusa en 1998 contagiaron a Perú, no tuvieron efectos adversos en el sistema financiero, debido probablemente a la mayor supervisión y regulación de los bancos desde mediados de los años noventa.

Todas las condiciones iniciales o prerrequisitos señalados anteriormente son igualmente indispensables para la meta monetaria, incluso la ausencia de dominancia fiscal y un sano sistema financiero son necesarias para el ancla cambiaria. Por ejemplo, parte del poco

éxito de la meta monetaria en el control de la inflación en Canadá, Estados Unidos y Reino Unido se debió a que sus bancos centrales no consideraron como prioritario el cumplimiento de las metas del crecimiento del agregado monetario, sino que se enfocaron en objetivos diferentes tales como la disminución del desempleo, la estabilidad del tipo de cambio y la estabilidad de los mercados financieros (Mishkin, 1999, 2002a). Tampoco informaron correctamente al público las causas de las desviaciones de las metas monetarias ni la estrategia a seguir para retornar a la meta previamente fijada, trayendo como consecuencia poca transparencia y baja rendición de cuentas (11). En cambio, los bancos centrales de Alemania y Suiza, exitosos en el establecimiento de la meta monetaria, se ganaron la credibilidad y confianza del público gracias a que mantuvieron un fuerte compromiso con el objetivo de la estabilidad de precios (a pesar de que también consideraron objetivos adicionales), además de una comunicación regular y sin ambigüedades con el público en general mediante publicaciones y frecuentes discursos de sus funcionarios.

Sin embargo, estas condiciones son más importantes de cumplir cuando se aplica la meta de inflación, ya que como este esquema permite alguna discreción y flexibilidad en el manejo de la política monetaria con el fin de hacer frente a *shocks* que afecten la economía interna, se requiere un ambiente de credibilidad en las instituciones, el cual puede lograrse cumpliendo previamente con dichas condiciones. Adicionalmente, éstas se hacen más relevantes para el caso de las economías emergentes y en transición, ya que la debilidad de sus instituciones fiscales y financieras, la escasa credibilidad de sus autoridades monetarias y la utilización del dólar como unidad de cuenta, medio de cambio y depósito de va-

lor, las hacen más vulnerables a la inflación y a las crisis cambiarias y financieras.

### 3. Ventajas y desventajas

Tanto la meta monetaria como la meta de inflación, a diferencia del ancla cambiaria, permiten la aplicación de la política monetaria con el fin de enfrentar *shocks* que afecten a la economía interna y también reducen la probabilidad de sufrir ataques especulativos. De esos dos esquemas monetarios, varios bancos centrales están optando por la meta de inflación debido a las ventajas que ofrece, las cuales se detallan a continuación (12):

i) La meta de inflación, en contraste con la meta monetaria, no requiere de una relación estable entre el crecimiento del dinero y la inflación, puesto que los agregados monetarios se utilizan simplemente como fuente de información con el fin de decidir la mejor forma de instrumentar la política monetaria (13). En realidad, en la meta de inflación las autoridades monetarias utilizan una amplia gama de variables (y no sólo la información contenida en una o dos variables) para determinar la mejor forma de ajustar la política monetaria. Además, a medida que la inflación baja a niveles de un dígito y se mantiene baja, se corre el riesgo de que la meta monetaria no sea una buena estrategia de política, ya que los agregados monetarios tienen una mayor probabilidad de contener menos información y convertirse por tanto en indicadores menos útiles (Mishkin y Savastano, 2002).

ii) Es más fácil de entender por parte del público, lo que permite anclar las expectativas inflacionarias y producir menos inflación. En cambio, en el caso de la meta monetaria, a pesar de que es posible monitorearla debido a que la información sobre agregados monetarios está a disposición del público de

manera rápida, las explicaciones de por qué no se logran las metas son más complejas requiriendo, por tanto, que el público posea una formación en asuntos monetarios. Una excepción fueron los casos de Alemania y Suiza, ya que el público deseaba evitar al máximo vivir con elevadas inflaciones.

iii) Es más transparente, lo cual hace que el banco central gane credibilidad y con ello los costos de desinflación son menores. En contraste, en la meta monetaria se pierde transparencia debido a que la débil relación entre el agregado monetario y la inflación no permite dar una señal exacta acerca del futuro comportamiento de la política monetaria.

iv) Debido a la mayor transparencia y comunicación, la meta de inflación tiende a aumentar la rendición de cuentas del banco central sobre sus acciones, permitiendo a su vez reducir la probabilidad de que el ente caiga en el problema de la inconsistencia temporal; es decir, evita que el banco central aplique políticas monetarias excesivamente expansivas con el fin de lograr aumentar la producción y el empleo en el corto plazo. En el caso de la meta monetaria, esta estrategia también puede ayudar a reducir el problema de inconsistencia temporal si el banco central se compromete en mantener un objetivo de inflación baja.

A pesar de las ventajas de la meta de inflación, la meta monetaria todavía cuenta con numerosos adeptos debido principalmente al éxito alcanzado por Alemania y Suiza en controlar la inflación (14). No obstante, como lo señala Mishkin (2002a), las condiciones especiales que permitieron su efectividad en dichos países difícilmente se darían en otro lugar. Estas condiciones especiales se refieren a la comunicación activa que mantuvieron el Bundesbank y el Banco Nacional Suizo con el público, lo cual permitió mayor transparencia de sus políticas monetarias y mejorar la rendi-

ción de cuentas, al historial antiinflacionario de esos bancos centrales, ganándose con ello la confianza del público, y a la formación del público en asuntos monetarios debido a la enorme preocupación por tener inflaciones elevadas. Además de lo anterior, en el caso de los países emergentes la escasa credibilidad de sus bancos centrales es otra razón para explicar la poca probabilidad de que la meta monetaria sea efectiva.

Los críticos de la meta de inflación han identificado varias desventajas, entre ellas (15):

i) Ser demasiado rígida, generando con ello problemas de control (lo cual significa la dificultad de mantener la inflación dentro de un intervalo estrecho) e inestabilidad de los instrumentos de política monetaria (es decir, fuertes fluctuaciones de los instrumentos), los cuales terminan por afectar la volatilidad del producto, desestabilizar el sistema financiero, perjudicar la credibilidad del banco central y disminuir la efectividad del ancla. Para evitar esta desventaja se sugiere incorporar mayor flexibilidad en el régimen (16), reduciendo gradualmente el objetivo de inflación hasta alcanzar el objetivo de estabilidad de precios de largo plazo y estableciendo el objetivo de inflación en términos de bandas (no puntual), con un horizonte de tiempo no muy corto (en general se establece entre 12 y 24 meses (17). Además, el banco central debe fijar su atención en la inflación subyacente más que en la del índice de precios al consumidor. Los regímenes australiano, canadiense y británico son los sistemas más flexibles (18). En Australia, inicialmente se quiso alcanzar una inflación de 2 a 3% en el transcurso de los años. En Canadá, cuando se estableció formalmente el régimen de meta de inflación en 1991, las metas fijadas fueron de 2 a 4% para finales de 1992, de 1,5 a 3,5% para junio de 1994 y de 1 a 3% para diciembre de 1995; además, se fijó el horizonte para la pri-

mera meta en 22 meses. En 1992, en el Reino Unido se anunció una meta de inflación entre 1 y 4% a más tardar para 1997.

Asimismo, se recomienda implementar cláusulas de escape de tal forma de permitir al banco central ajustar sus políticas monetarias con el fin de enfrentar ciertos *shocks* transitorios, tales como variaciones en los términos de intercambio, variaciones en los impuestos indirectos que afecten el nivel de precios y *shocks* temporales de oferta. Algunos países como Canadá, Nueva Zelandia, República Checa, Sudáfrica y Suiza, contemplan estas cláusulas de escape (Corbo y Schmidt-Hebbel, 2001; Mishkin, 2002a; Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2002). Si bien en Australia no existen cláusulas de escape, se ha indicado que después de una perturbación sobre el nivel de precios, el Banco de la Reserva retornará hacia su objetivo de inflación sólo gradualmente. Otros países que no consideran cláusulas de escape son Israel, Reino Unido y Suecia (Corbo y Schmidt-Hebbel, 2001).

ii) Permitir mucha discrecionalidad, en el sentido de que el banco central debe utilizar toda la información disponible para determinar la forma en que la política monetaria alcanzará la meta de inflación; es decir, el esquema no incluye reglas simples y mecánicas que indiquen cómo el banco central debe conducir la política monetaria. Además, el banco central es libre para responder a fluctuaciones ocurridas en la producción (19). Sin embargo, cumpliendo con el prerrequisito de transparencia, que permite a su vez mejorar la rendición de cuentas, se puede restringir la discreción del banco central aminorando el problema de la incongruencia temporal. Por otra parte, la meta de inflación obliga a las autoridades a mantener expectativas *forward-looking*, en lugar de tener una visión estrecha de las condiciones económicas del momento. Tales

recomendaciones limitan la posibilidad de que los bancos centrales apliquen sistemáticamente políticas que tengan consecuencias indeseables en el largo plazo, y permiten que se mantenga su credibilidad.

iii) Generar la inestabilidad del producto, explicada por la curva de Phillips en los segundos momentos negativa. Sin embargo, como lo señalan Corbo, Landerretche y Schmidt-Hebbel (2002) y Corbo y Schmidt-Hebbel (2001), la volatilidad del producto es menor en aquellos países que adoptaron la meta de inflación en lugar de aquéllos que no lo hicieron. Adicionalmente, la volatilidad del producto es menor después que se adoptó la meta de inflación en comparación con el período previo a su establecimiento.

Para evitar la inestabilidad del producto se recomienda (al igual que se hizo con la primera desventaja) reducir gradualmente el objetivo de inflación, establecer dicho objetivo en términos de bandas y con un horizonte de tiempo no muy corto para evitar los problemas de control e inestabilidad de los instrumentos de política mencionados anteriormente. Ejemplo de ello son Australia, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Israel, Korea, México, Nueva Zelandia, Perú, Polonia, Reino Unido y República Checa (Mishkin, 2002a; Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2002). Nueva Zelandia reconoció que la volatilidad del producto se dio por las fluctuaciones excesivas en los instrumentos de política y por tanto decidió extender el horizonte de tiempo de 1 año, que era el horizonte inicial, a uno que fuera entre 6 y 8 trimestres (Mishkin, 2002a).

A su vez, los críticos también señalan que esta desventaja se debe a que la meta de inflación busca enfocarse únicamente en la estabilidad de precios, lo que exacerba las fluctuaciones del producto. Como se mencionó en la discusión sobre las condiciones ini-

ciales, el banco central puede mantener objetivos adicionales a la estabilidad de precios; sin embargo, eso sí, ellos deben quedar subordinados a éste. La evidencia muestra que, de hecho, los bancos centrales se preocupan por las fluctuaciones del producto (Mishkin Savastano, 2001), al establecer la meta de inflación por arriba del 0%. Además, cuando la inflación está dentro del rango establecido, el banco central tiene un margen para aplicar una política monetaria con fines de estabilización. En este caso, para no perder credibilidad, el banco central debe expresar clara y transparentemente las razones que lo llevaron a adoptar tal política.

iv) Disminuir el crecimiento económico (20). Sin embargo, se ha demostrado que una vez que la inflación ha bajado, la meta de inflación no ha sido perjudicial para la economía real. Por ejemplo, según Mishkin (2002a), inicialmente en Nueva Zelandia se produjo una recesión profunda y un fuerte aumento en el desempleo conjuntamente con la reducción de la inflación (explicada por la curva de Phillips de corto plazo negativa), pero luego obtuvo altas tasas de crecimiento y menores tasas de desempleo. En el Reino Unido el crecimiento de la economía ha sido fuerte, propiciando una reducción de la tasa de desempleo. Además, hay evidencia de que en el corto plazo la meta de inflación no afectó a la producción. Por ejemplo, según Mishkin (2000), en Chile, para el mismo período en que iba reduciéndose su inflación, el crecimiento fue bastante alto. Corbo, Landerretche y Schmidt-Hebbel (2002) y Corbo y Schmidt-Hebbel (2001) calculan el coeficiente de sacrificio (el cual mide la pérdida de producto asociada a la reducción de la inflación) y encuentran que en la mayoría de los países que aplican este esquema monetario ha habido una reducción del producto durante el pe-

riodo de desinflación, principalmente para los países industrializados. Las excepciones son Brasil, Canadá, Chile, México, Polonia, República Checa y Sudáfrica. No obstante, el coeficiente de sacrificio es menor en aquellos países que adoptaron la meta de inflación en lugar de aquéllos que no lo hicieron. Adicionalmente, los autores encontraron que el coeficiente de sacrificio es menor después de que se adoptó la meta de inflación en comparación con el período anterior a su establecimiento.

v) Produce una débil rendición de cuentas del banco central debido a la dificultad de controlar la inflación y a los rezagos de la política monetaria. La dificultad de controlar la inflación se da preferentemente en momentos en que la economía está disminuyéndola desde niveles relativamente altos, lo cual genera una pérdida de credibilidad del banco central. Por ello, se sugiere bien sea establecer la meta de inflación luego de haber alcanzado una desinflación sustancial o hacer una reducción gradual del objetivo de la inflación una vez que se instaure el régimen. Por ejemplo, Nueva Zelandia logró reducir una inflación de dos dígitos a uno antes del año de implementación de la meta de inflación (pasó de 17% en 1985 a 5% en 1989); igual sucedió con Canadá (que pasó de una tasa superior al 10% de inflación a poco más del 4% a finales de 1990), Reino Unido (logró bajarla de 9% en 1991 a 4% en 1992) y Australia (que pasó de 10% a mediados de los ochenta a 2% a principios de los noventa) (21). Otros países que mantuvieron inflación de un dígito antes de establecer la meta de inflación fueron Brasil, Korea, Polonia, Sudáfrica, Suecia y Tailandia (Corbo y Schmidt-Hebbel, 2001). Chile, Colombia, Israel, México, Perú, República Checa, países que mantenían inflaciones de dos dígitos con anterioridad al establecimiento de la meta de inflación, optaron por una reduc-

ción del objetivo de la inflación de manera gradual (Corbo y Schmidt-Hebbel, 2001).

Para evitar la débil rendición de cuentas debido a los rezagos de la política monetaria, se recomienda hacer una reducción gradual de la inflación así como también comparar el objetivo de la inflación con la inflación proyectada, en lugar de la inflación actual o pasada.

vi) No asegura la disciplina fiscal. De allí surge la necesidad de cumplir con el prerrequisito de ausencia de dominancia fiscal. De no cumplirse la condición anterior, una forma de generar una política fiscal más responsable es involucrando activamente al gobierno en la toma de decisiones acerca del objetivo propuesto para la inflación, de tal forma que éste también se sienta comprometido a cumplirlo. Éste es el caso de Australia, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Korea, Nueva Zelanda, Perú, Suiza y Tailandia (Corbo y Schmidt-Hebbel, 2001; Debelle, 2001; Mishkin, 2002a; Mishkin y Savastano, 2002; Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2002). En Israel y Reino Unido, el gobierno es quien fija el objetivo de la inflación (Agénor, 2002; Corbo y Schmidt-Hebbel, 2001). Otra forma puede ser modificando la ley del banco central de tal manera de prohibir los préstamos al gobierno, tal como en el caso de Brasil, Chile, Colombia, Israel, Perú y Suecia (Corbo y Schmidt-Hebbel, 2001; Mishkin y Savastano, 2002). En Canadá y México los préstamos al gobierno están restringidos (Corbo y Schmidt-Hebbel, 2001).

vii) La flexibilidad cambiaria requerida puede causar inestabilidad financiera. Por esta razón es importante cumplir con la condición de mantener un sistema financiero sano.

Las tres últimas desventajas son principalmente relevantes para las economías emergentes y en transición, debido a sus an-

tecedentes de una política fiscal irresponsable y el estrecho vínculo entre crisis financiera e inflación.

#### 4. Hechos estilizados

De la experiencia de los países que han adoptado la meta de inflación se pueden mencionar los siguientes hechos estilizados concernientes a ese esquema monetario (22):

i) Ha sido exitoso en controlar la inflación. La meta de inflación no sólo la ha reducido significativamente, sino que también la ha mantenido baja; e incluso se ha demostrado que es más efectiva que cualquier otro régimen.

ii) Debilita los efectos de las perturbaciones inflacionarias. En respuesta a *shocks* internos o externos los precios se incrementan una sola vez en lugar de producirse aumentos sucesivos.

iii) Puede promover el crecimiento. Una vez que se obtiene una inflación baja, las economías muestran un fuerte crecimiento.

iv) No mejora la credibilidad del banco central instantáneamente. Esto significa que la desinflación se logra produciendo pérdidas en la producción y en el empleo, al no disminuir las expectativas de inflación rápidamente (curva de *Phillips* de corto plazo negativa). Sin embargo, como se señaló anteriormente, una vez que la inflación ha bajado, la economía vuelve a crecer.

#### 5. Conclusiones

En las economías que mantienen un tipo de cambio flexible, los bancos centrales están adoptando como estrategia monetaria la meta de inflación en lugar de la meta monetaria, debido principalmente a la débil relación entre el dinero y la inflación. Este esquema ha sido exitoso en controlar la inflación, ya que

no sólo ha logrado reducirla sino también ha disminuido las expectativas inflacionarias; e incluso se ha demostrado que es más efectivo que cualquier otro régimen. Y esto se ha logrado sin perjudicar el crecimiento económico. La clave del éxito ha sido el cumplimiento de las condiciones iniciales, ya que mejoran la credibilidad del banco central y con ello permiten no sólo anclar las expectativas de inflación sino también disminuir las pérdidas de producto asociadas al proceso de desinflación. La necesidad de cumplir con los prerrequisitos se hace más relevante para las economías emergentes y en transición, debido a que presentan características particulares tales como debilidad de las instituciones fiscales y financieras, escasa credibilidad de las autoridades monetarias y utilización del dólar como unidad de cuenta, medio de cambio y depósito de valor, que las hacen más vulnerables a la inflación y a las crisis cambiarias y financieras. Esto no significa necesariamente que las condiciones se deben exigir bajo ley, ya que lo más importante es que exista voluntad política y del público en general para apoyarlas y desarrollar de esa manera sólidas instituciones fiscales, financieras y monetarias.

Uno de los países que no cumplió con las condiciones al inicio de la aplicación de la meta de inflación fue Brasil. Quizás la urgencia de adoptar un ancla nominal para el sistema a raíz de la crisis cambiaria de 1999 impidió que llevara a cabo las respectivas reformas fiscales, financieras y monetarias. Respecto al compromiso del banco central por la estabilidad de precios y a la independencia de la institución, tan sólo hubo un decreto presidencial. Pero, a pesar de esto, la meta de inflación ha sido exitosa, gracias a la fuerte comunicación y alta transparencia mantenida con el público, y al fuerte compromiso y apoyo político y del

público por desarrollar instituciones fiscales, financieras y monetarias fuertes. Eso sí, queda la preocupación a futuro sobre cómo procederá Brasil en cuanto a la disciplina fiscal y a la no independencia del banco central porque no existe nada que asegure una política fiscal responsable; por tanto, se hace necesaria la continua vigilancia sobre las instituciones.

La meta monetaria fue un instrumento exitoso en Alemania y Suiza; sin embargo, fue consecuencia del fuerte compromiso por estabilizar precios (lo cual generó una historia antiinflacionaria), de la frecuente comunicación y de la formación del público en asuntos monetarios. Estas características permitieron que sus bancos centrales ganaran gran reputación y confianza del público, condiciones que difícilmente podrían repetirse en otras economías, especialmente las emergentes y en transición.

Una condición adicional igualmente importante para lograr el éxito de la meta de inflación radica en el diseño mismo del esquema, el cual comprende especificar el nivel de la meta de inflación, la amplitud de la banda (o si el objetivo debe ser puntual), el horizonte y la elección del índice de precios. Igualmente, la meta de inflación requiere que la autoridad monetaria tenga la capacidad técnica e institucional para modelar y proyectar la inflación, que comprenda los mecanismos de transmisión monetaria y que sea capaz de estimar los rezagos de la política monetaria. Todos estos puntos serán examinados en una futura investigación.

## **Notas**

1. Es decir, se está refiriendo no sólo al tipo de cambio fijo tradicional y al *crawling-peg*, sino también a la caja de conversión, dolarización y unión monetaria.

2. La inflación proyectada juega un rol importante en el diseño de esta estrategia monetaria puesto que los bancos centrales con meta de inflación deben tener expectativas *forward-looking*, debido a los rezagos de la política monetaria. Entonces, se deben hacer los ajustes necesarios en el instrumento de política antes de que la inflación empiece a subir (o bajar).
3. Las fijaciones duras también pueden mitigar los ataques especulativos, pero sacrificando el control sobre la política monetaria. Las fijaciones duras resultan una buena opción como medida de estabilización para aquellas economías donde existen instituciones débiles, largos períodos de alta inflación y alto grado de dolarización, siempre y cuando se lleven a cabo una serie de reformas fiscales y financieras.
4. El Banco Central Europeo aún no ha decidido su estrategia de política monetaria, pero es probable que incorpore elementos de meta de inflación. En Estados Unidos, ha habido una seria discusión sobre la posibilidad de utilizar metas de inflación.
5. Desde 2003, esta estrategia monetaria está suspendida debido al control cambiario existente.
6. Para más detalles acerca de las condiciones se recomiendan Agénor (2002), Bernanke y Mishkin (1997), Carare y otros (2002), Debelle (1997, 2001), Jonas y Mishkin (2003); Masson, Savastano y Sharma (1997); Mishkin (2000, 2002a, 2002b, 2004), Mishkin y Savastano (2001), Mishkin y Schmidt-Hebbel (2002).
7. Mishkin y Schmidt-Hebbel (2002).
8. La razón de no haber fijado legalmente la autonomía previamente pudo ser la urgencia en adoptar el esquema de la meta de inflación a raíz de la salida del Sistema Monetario Europeo, motivado al ataque especulativo sobre la libra en septiembre de 1992.
9. La razón de no haber establecido legalmente la autonomía también podría explicarse, al igual que para el Banco de Inglaterra, por la urgencia en adoptar un ancla nominal para el sistema, a raíz de la crisis cambiaria de 1999.
10. Tanto la transparencia como la comunicación han sido condiciones claves para explicar el éxito de la meta de inflación en los países desarrollados.
11. La otra razón fundamental para explicar el poco éxito de esta estrategia monetaria fue la dificultad en predecir la relación entre el agregado monetario y la inflación.
12. Para más detalles acerca de las ventajas se recomiendan Mishkin (1999, 2000, 2002a, 2002b), Mishkin y Savastano (2001).
13. Incluso en Alemania, exitoso en conseguir una inflación baja mediante el uso de la meta monetaria, la relación entre esas variables no fue muy estrecha. Esto explica por qué el Bundesbank permitió desviaciones respecto de la meta la mitad de las veces (Mishkin, 2002a).
14. El éxito se dio a pesar de que los bancos centrales de esos países fallaron regularmente en obtener las metas de crecimiento para el dinero y se fijaron objetivos adicionales a la estabilidad de precios.
15. Para más detalles acerca de las desventajas se recomiendan Mishkin (1999, 2000, 2002a, 2002b), Mishkin y Savastano (2001).
16. Al igual que lo hicieron Alemania y Suiza con la meta monetaria.
17. Corbo y Schmidt-Hebbel (2001).
18. Si bien el banco central de Nueva Zelanda fijó la meta de inflación en términos de banda y la redujo gradualmente (entre 3 y 5% para finales de 1990 y luego a un

intervalo de 0 a 2% en 1992), tuvo algunos aspectos de rigidez, tales como un horizonte de tiempo igual a un año al inicio de la estrategia y la sanción de destituir al Gobernador por no cumplir con los objetivos previstos (Mishkin, 2002a).

19. Esta desventaja representa, a su vez, una ventaja, en especial para las economías emergentes y en transición, las cuales son más vulnerables a sufrir *shocks*.
20. Para Mishkin (2002b), las primeras cuatro desventajas no representan objeciones importantes.
21. Mishkin (2002a).
22. Para más detalles ver Corbo y Schmidt-Hebbel (2001), Mishkin (2002a, 2002b).

### Bibliografía citada

- Agénor, Pierre-Richard (2002). "Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting", en Loayza, N. y Soto, R., eds., **Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges**, pp. 79-170, Santiago, Banco Central de Chile.
- Bernanke, Ben y Mishkin, Frederic (1997). "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", **Journal of Economic Perspective**, año 11, n°2, pp. 97-116.
- Carare, Alina, Schaechter, Andrea, Stone, Mark y Zelmer, Mark (2002). "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting", IMF Working Paper 02/102, Washington, International Monetary Fund, junio.
- Chuecos, Alicia (2005). "La meta de inflación en Venezuela: una evaluación de sus condiciones iniciales", **Revista BCV**, año XIX, n°1, pp. 61-108, Caracas.
- Corbo, Vittorio, Landerretche, Oscar y Schmidt-Hebbel, Klaus (2002). "Does Inflation Targeting Make a Difference?", en Loayza, N. y Soto, R., eds., **Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges**, pp. 221-270, Santiago, Banco Central de Chile.
- Corbo, Vittorio y Schmidt-Hebbel, Klaus (2001). "Inflation Targeting in Latin America", Documento de Trabajo 105, Santiago, Banco Central de Chile, septiembre.
- Debelle, Guy (1997). "Inflation Targeting in Practice", IMF Working Paper 97/35, Washington, International Monetary Fund, marzo.
- Debelle, Guy (2001). "The Case for Inflation Targeting in East Asian Countries", Documento presentado en la Conferencia Anual del Banco de la Reserva de Australia, Banco de la Reserva de Australia.
- Jonas, Jiris y Mishkin, Frederic (2003). "Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects", NBER Working Paper 9667, Cambridge, Mass., National Bureau of Economic Research, abril.
- Masson, Paul, Savastano, Miguel y Sharma, Sunil (1997). "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", IMF Working Paper 97/130, Washington, International Monetary Fund, octubre.
- Mishkin, Frederic (1999). "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", **Journal of Monetary Economics**, año 43, n°3, pp. 579-606.
- Mishkin, Frederic (2000). "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", **American Economic Review**, año 90, n°2, pp. 105-109.
- Mishkin, Frederic (2002a). "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries", en **Stabilization and Monetary**

- Policy: The International Experience**, pp. 99-139, México, Banco de México.
- Mishkin, Frederic (2002b). "Inflation Targeting", en Vane, H. y Snowdon, B., edits., **Encyclopedia of Macroeconomics**, pp. 361-65. Cheltenham, U.K.
- Mishkin, Frederic (2004). "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?", NBER Working Paper 10646, Cambridge, Mass., National Bureau of Economic Research, julio.
- Mishkin, F. y Savastano, M. (2001). "Monetary Policy Strategies for Latin America", **Journal of Development Economics**, n° 66, octubre, pp. 415-444.
- Mishkin, F. y Savastano, M. (2002). "Monetary Policy Strategies for Emerging Market Countries: Lessons from Latin America", **Comparative Economic Studies**, año XLIV, n°2, pp. 45-83.
- Mishkin, Frederic y Schmidt-Hebbel, Klaus (2002). "A Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know", en Loayza, N. y Soto, R., edits., **Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges**, pp. 171-220, Santiago, Banco Central de Chile.
- Sterne, Gabriel (2002). "Inflation Targets in Global Context", en Loayza, N. y Soto, R., edits., **Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges**, pp. 23-77, Santiago, Banco Central de Chile.